

投资评级：中性（维持）

分析师

耿诺 010-88366060-8786

Email: gengen@cgws.com

执业证书编号: S1070512040001

配置建议

核心观点

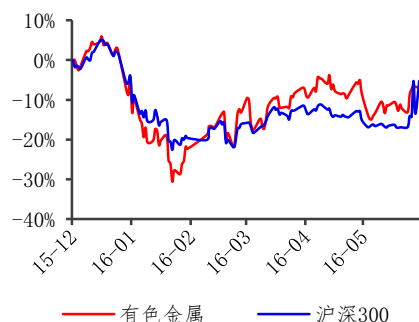
中国因素仍是全球金属市场主力，当前已步入工业化中后期，中国金属需求放缓导致全球金属需求低迷状态将延续，行业长周期筑底未完成

品种配置策略

- 1) 经济上行，镍是首选，其次是铝和铅
- 2) 若金融环境变动，可关注锡铅的阶段性机会

数据来源：长城证券研究所

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

- <<稀有金属市场现回暖迹象>> 2016-04-18
- <<二季度金属价格震荡整理>> 2016-04-11
- <<一季度金属板块企稳反弹概率升温>> 2016-01-11

历史规律看未来，长周期筑底尚未完成

——有色深度报告之一：行业长周期和需求趋势判定

投资建议

历史规律总是预测后势最有效的手段，我们通过深入剖析矿产资源的需求周期和价格规律，综合判定行业周期及需求趋势：（1）金属行业长周期筑底尚未完成，全球矿产资源需求低迷状态仍将进一步深化；（2）价格周期基本同步需求周期，尽管长周期下的短时间价格行情不断呈现，但长周期价格筑底仍未完成；（3）品种配置建议：经济上行时，最早完成价格触底以及需求最敏感、弹性最足的镍为配置首选，其次是铝和锌。由于铜、锡、铅三个品种的供需平衡因素和金融属性因素仍在共同影响着价格变动，如果全球金融环境发生明显变动，仍可重点关注其阶段性投机机会。

要点

- **需求因素才是判定行业周期的关键因素。** 1) 金属行业周期性运行特点突出；2) 需求才是判定周期的关键因素：一方面价格运行存在各种干扰因素；另一方面需求引领供应变动，供需关系致使金属价格波动。
- **全球经济周期和大国工业化共同决定资源需求周期。** 资源消费受经济周期和工业化周期双重影响，每个周期的转换都与工业化有关。按照矿产资源消费“S”形理论，在工业化进程中，随人均GDP的增长，资源需求具有“起飞（加速增长）—拐点（减速增长）—零增长”的规律变化。
- **中国因素仍是全球金属市场主力。** 首先，中国仍是全球金属市场主力，中国需求放缓导致全球金属需求低迷状态仍将延续；第二，由于下一轮工业化国家仍不明朗，“中国因素”尚未出现接棒者；第三，中国处于工业化中后期，预计未来5-10年各金属品种需求峰值逐步到来。因此，全球金属需求将处于高增速向低增速转变过程中，全球矿业的低迷状态还将进一步深化，完成长周期筑底尚需时日。
- **长周期价格筑底仍未完成。** 长周期价格变动同步需求周期。由短期因素催生的小周期价格行情不断，但金属价格趋势上行缺乏支撑，长周期价格筑底仍未完成。
- **配置建议：** 经济上行时，需求最敏感、弹性最足以及最早完成价格触底的镍为配置首选，其次是铝和锌。由于铜、锡、铅三个品种的价格影响因素较为复杂，其供需平衡因素和金融属性因素仍在共同影响着价格变动，如果全球金融环境发生明显变动，仍可重点关注其阶段性投机机会。
- **风险提示：** 各金属价格大幅波动风险。

目录

核心结论.....	4
1. 金属价格回暖催生板块行情.....	5
1.1 金属价格回暖催生有色板块行情.....	5
1.2 多因素共振推动金属价格回暖.....	6
1.3 长周期筑底完成 or 小周期复苏？由需求因素决定！.....	7
2. 经济周期及大国工业化共同决定资源的需求周期.....	8
2.1 金属需求与经济水平呈“S”形变动规律.....	8
2.2 大国工业化和经济周期共同决定金属需求周期.....	9
2.3 全球矿产资源需求低迷态势仍将延续.....	12
2.4 不同商品周期下各品种消费弹性表现不同.....	14
3. 长周期价格筑底仍未完成.....	17
3.1 长周期价格表现与需求周期高度一致.....	17
3.2 流动性收紧，小周期支撑因素动能不足.....	18
3.3 价格熊市中凸显品种弹性差异.....	20
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1:	金属价格指数与有色板块指数走势图	5
图 2:	金属价格指数与美元指数走势图	6
图 3:	长周期各金属品种消费量变动图	8
图 4:	1974-2014 年全球主要金属矿产消费变动趋势	9
图 5:	资源需求的“S”形变动规律	9
图 6:	各国家集团铜铝铅等消费趋势变动图	10
图 7:	各主要金属消费占比变动图	10
图 8:	全球主要金属消费增长贡献图	11
图 9:	各金属品种的消费弹性比较图	12
图 10:	2014 年全球精炼铜消费结构	13
图 11:	2014 年全球精炼镍消费结构	13
图 12:	人均矿产资源消费与人均 GDP 间的“S”形规律	14
图 13:	铜铝锌锡消费周期与 GDP 周期的关系	15
图 14:	2014 年全球精炼铜消费分布	15
图 15:	2014 年中国精炼铜消费结构	15
图 16:	镍和铅消费周期与 GDP 周期的关系	16
图 17:	2014 年全球精炼镍消费结构	16
图 18:	2014 年中国精炼镍消费结构	16
图 19:	长周期金属价格变动图	18
图 20:	大宗资产小周期价格变动图	19
图 21:	金属价格指数与美元指数走势图	19
图 22:	2007 年中国铝消费分布	20
图 23:	2014 年中国铝消费结构	20
图 24:	长周期金属价格指数变动	21
图 25:	以铝价为基准衡量的各金属价格变动	21
图 26:	2014 年全球锡消费分布图	22
图 27:	2014 年全球锡消费结构图	22
图 28:	铅锌价格对比图	23
表 1:	本轮反弹行情情况总结	5
表 2:	各品种消费规律和价格表现的差异性对比	23

核心结论

掌握全球矿产资源消费周期性变化规律，对正确判断行业发展趋势、制定投资策略至关重要。我们从回顾历史规律着手，全面深度梳理长时间尺度下金属商品的周期变化规律，相对准确地界定当前金属行业所处的周期阶段，并提出大宗商品的配置建议。

问题一：有色板块作为最典型的早周期行业，本轮行情中金属价格指数和有色板块分别上涨 18% 和 38%，是否意味着单边下跌长达四年之久的金属价格震荡调整已基本完成？

结论一：在判断商品周期中，需求是更重要的关键因素。首先，仅由短期价格变动无法准确判定行业周期。工业金属价格主要有现货和期货两种，供需关系、生产成本等基本因素决定了价格的长期变动，而金融市场波动、汇率等因素短时间内也可导致价格偏离合理价位，因此，仅由价格无法准确判定行业周期。第二，需求是行业周期变动的关键要素。一方面，各国家的经济发展及工业化进程并不同步，金属需求增速的变化相应推动行业周期转变；另一方面，由于供应产能的相对滞后性，由需求导致供应端的变动也是导致供需不均衡的重要因素，尤其是不同品种供应端相对需求端变动的敏感程度直接影响短期和中期供需关系发生结构性失衡，由此引发金属价格周期的差异变动。

问题二：全球经济不时显露回暖迹象，是否将拉动需求恢复增长，启动新一轮金属周期？

结论二：大国工业化和全球经济周期共同决定资源需求周期。首先，矿产资源消费和经济发展间呈“S”形变动规律。每轮周期中矿产需求变动与经济发展之间并不是无限的线性增长关系，当经济发展到一个较高水平时人均矿产资源消费达到顶点之后不再增长或呈缓慢下降态势。这与不同经济发展阶段各个大国工业化进程密切相关。在工业化进程中，随着人均 GDP 的增长，资源需求具有“起飞（加速增长）——拐点（减速增长）——零增长”的规律变化。第二，1950 年以来，全球资源消费呈现三个明显的周期，每轮周期的主要驱动力按第一集团国家——第二集团国家——第三集团国家的顺序，发生规律性转变，每一轮周期转换均与大国工业化过程密切相关，由资源消费弹性系数的变动也可明显反映出资源消费三个周期的变换特征，呈现“高一低一高”的变化趋势，目前正在步入新的下降周期。第三，“中国因素”仍是全球金属市场主要动力，中国工业化处于中后期，未来 5-10 年各金属矿产需求高峰逐步到来，金属需求仍将处于高增速向低增速转变过程中；尽管印度发展较快，但尚不能接棒中国需求因素，无缝对接金属需求因素，全球本轮需求周期仍未完成筑底。因此，当前全球矿产资源需求低迷的状态还将进一步深化，完成长周期筑底尚需时日。

问题三：在长周期或者小周期中，最佳配置品种为哪些？

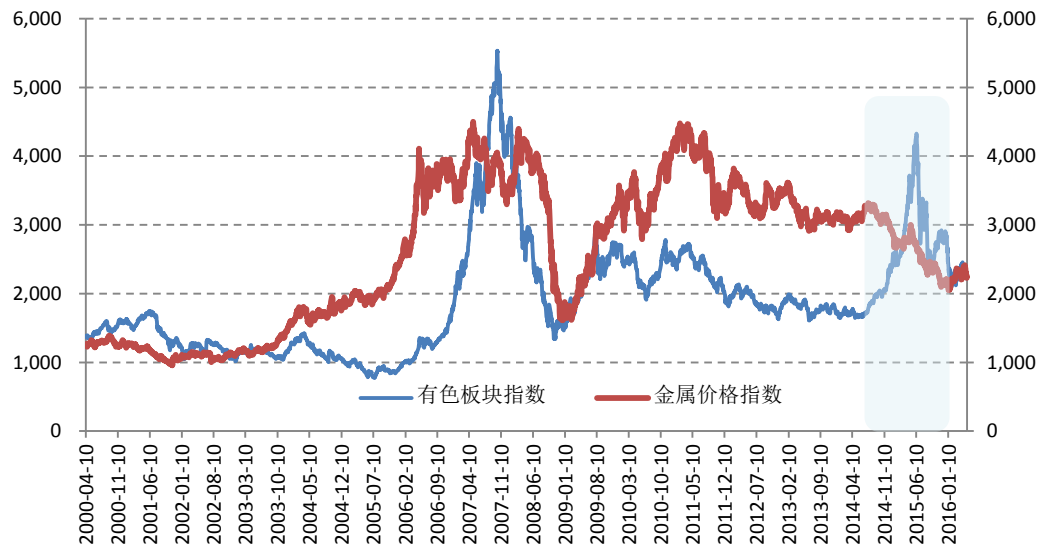
结论三：经济上行时，需求最敏感、弹性最足以及最早完成价格触底的镍为配置首选，其次是铝和锌。由于铜、锡、铅三个品种的价格影响因素较为复杂，其供需平衡因素和金融属性因素仍在共同影响着价格变动，如果全球金融环境发生明显变动时，也可重点关注其阶段性投机机会。

1. 金属价格回暖催生板块行情

1.1 金属价格回暖催生有色板块行情

作为典型的周期性行业，金属价格走势集中体现了宏观经济、供需关系、市场垄断、美元政策、期货市场行为等多种因素的变动，因而，金属价格变动也成为有色板块指数走势最核心的驱动因素。

图 1：金属价格指数与有色板块指数走势图



资料来源：Wind，长城证券研究所

长时间尺度来看，金属价格变动与有色板块指数运行之间基本为正向相关的关系，无论是 2007 年之前需求引领金属价格大幅上涨驱动有色板块大幅上行，还是 2008 年金融危机引发市场恐慌带动金属价格回归理性，金属价格的走势均是有色板块指数的重要影响因素。而在 2014 年下半年至 2015 年底近一年半的时间里金属价格与板块指数走势关系并不明显，金属价格表现和有色板块走势正相关关系不断弱化：全球流动性收紧、疲软的供需基本面持续制约金属价格走强，而市场对经济改革效果预期的持续提升以及新的股市制度改革等因素却大幅推升 A 股市场表现。

表 1：本轮反弹行情情况总结

	低点	低点时间	高点	高点时间	最大反弹幅度
有色板块指数	3602.77	2016-1-28	4970.18	2016-4-13	37.95%
上证综指	2655.66	2016-1-28	3082.36	2016-4-14	16.07%
LMEX	2049	2016-1-12	2414.3	2016-4-29	17.83%
LME 铜	4,326	2016/1/15	5,068.00	2016/3/17	17.17%
LME 铝	1,433	2015/11/23	1,598.00	2016/3/7	11.55%
LME 锌	1,461	2016/1/12	1,880.00	2016/4/15	28.72%
LME 铅	1,570	2015/11/23	1,865.00	2016/3/4	18.79%
LME 锡	13,255	2016/1/19	17,295.00	2016/3/24	30.48%
LME 镍	7580	2016/2/11	9370	2016/3/7	23.61%

资料来源：WIND，长城证券整理

2016 年基本金属价格市场开局向好，并带动有色板块呈现一波快速反弹行情，金属价格与有色板块指数两者之间重归正向相关的关系。截止到 2016 年 4 月底，金属价格指数最大反弹幅度为 18%，其中铜、铅锌等金属价格反弹幅度高达 17%-30%，而有色金属板块最大反弹幅度也高达 38%。

1.2 多因素共振推动金属价格回暖

总体来看，推动此轮大宗商品反弹的动力主要来自三个方面：首先，商品市场经历了多年的大熊市，价格中枢已下移至底部并盘整许久，存在反弹需求；其次，在行业寒冬，由市场化方式及供给侧改革政策主导的去库存、去产能进程有一定进展，不少商品的供需关系呈现微弱改善；第三，从国际市场来看，绝大多数大宗商品以美元计价，美元走软以及货币超发的大背景下大类资产配置出现轮动。

（1）漫漫熊途中的超跌反弹

自金融危机后，全球经济进入调整期，与经济密切相关的金属消费也受到较大冲击，以铜为代表的基本金属消费增速明显放缓，全球金属供需关系发生显著变化。尽管在 2009 年全球释放流动性的环境下，金属价格呈现一轮明显上涨行情，最高涨幅高达 177%，且金属价格指数最高点甚至刷新 2007 年的商品牛市高点，但之后再次进入单边下跌的行情。截止到 2015 年底，长达四年之久的商品熊市中，伦敦金属价格指数与 2011 年高点比较，下跌幅度达 51%，与金融危机前后的商品周期最大跌幅 64%相比，也仅有 13%的差距。在全球金属市场上，单边下跌调整的时间周期之长、调整幅度之大催生超跌反弹需求。

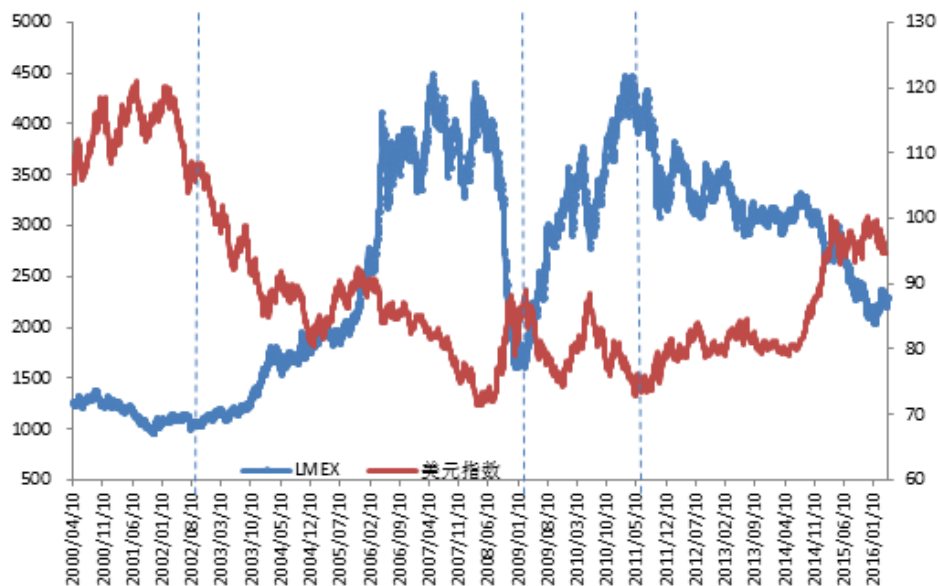
（2）供给收缩叠加需求回暖的供需关系改善预期

一季度全球经济呈现缓慢复苏的微弱迹象，其中第一大经济体——美国复苏势头稳固，而中国一季度多项经济指标也在回暖，欧元区也在大量释放流动性对冲持续下行的经济压力，全球商品市场需求回暖企稳的预期开始升温。与此同时，近四年漫长商品熊市中来自市场化和政策端共同推动的供应收缩也逐步呈现一定效果，再加上一季度以来自中国供给侧改革政策的持续发酵直接利好金属供应市场的收缩预期，在供需数据方面，全球金属供需市场上出现微弱的改善信号，短期内对金属价格的止跌企稳形成重要支撑。

（3）流动性博弈，美元指数致大宗商品价格变动

由于大宗商品以美元计价，美元指数的走势已成为影响金属价格走势的重要因素。美联储宣布自 2015 年 12 月 17 日开启六年来首个“加息周期”，并将渐进式收紧流动性。但由于全球市场大幅波动和美国经济相对放缓导致美联储决议偏温和，市场不断下调美联储加息概率的预期，美元指数阶段性走弱，截止到 2016 年 4 月底，美元指数由最高 100 下跌至 93，跌幅为 7.1%，这导致以美元计价的大宗资产中，黄金呈现大涨，债市大涨，工业金属商品也呈现普涨。

图 2：金属价格指数与美元指数走势图



资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.3 长周期筑底完成 or 小周期复苏? 由需求因素决定!

一季度以来金属价格及有色板块反弹行情突出,那么,2012年后持续四年之久的工业金属价格单边下跌的漫长熊市是否已完成筑底调整?还是仅为长周期筑底过程中的小周期反弹?在判断商品周期中,我们认为需求是更重要的关键因素。

首先,短期价格变动并无法准确判定行业周期变动。周期性行业运行的核心要素即为价格,工业金属价格主要有现货价格和期货价格两种,这两种价格的变动主要由供需关系、经济环境、生产成本、进出口政策、汇率变动、金融市场等因素综合作用。其中,经济发展状况、供需关系和生产成本为金属价格的基本因素,也是长期因素,而进出口、汇率因素、金融市场波动等均是影响价格的短期因素,对价格变化具有推波助澜的作用,虽然无法决定价格的长期趋势,却可在短期内导致金属价格严重偏离合理价位。因此,仅仅由价格变动并无法准确判定行业周期的变动。

第二,需求是行业周期变动的关键要素。需求的变动直接引领行业周期的更替:一方面,全球各个国家或集团的经济发展水平及工业化进程并不同步,随着经济发展,工业金属的需求持续增长并伴随每一轮工业化进程的推进而发生变动,金属需求增速的变化相应带来行业周期的转变;另一方面,由于供应产能的相对滞后性,由需求导致的供应端的变动也是供需关系发生不均衡的关键因素,尤其是不同品种供应端相对需求端变动的敏感程度直接影响短期和中期金属供需关系发生结构性失衡,由此直接引发金属价格周期的变动。

历史规律总是预测后势最常用的手段之一，不同历史阶段各矿产资源消费的表现有差异也有共性，不同地域间的矿产资源消费表现同样如此。掌握全球矿产资源消费周期性变化规律，对正确判断后期发展趋势、制定投资策略至关重要。因此，我们从回顾历史规律着手，全面深度梳理长时间尺度下金属商品的消费特征及需求规律、价格规律、供应规律及再平衡进程等等周期变化规律，综合判定金属商品的周期更迭特征，并在此基础上，相对准确地界定当前金属行业所处的周期阶段，并寻找当前中国经济全面转型阶段哪些大宗商品（尤其是金属商品）投资机会突出。

2. 经济周期及大国工业化共同决定资源的需求周期

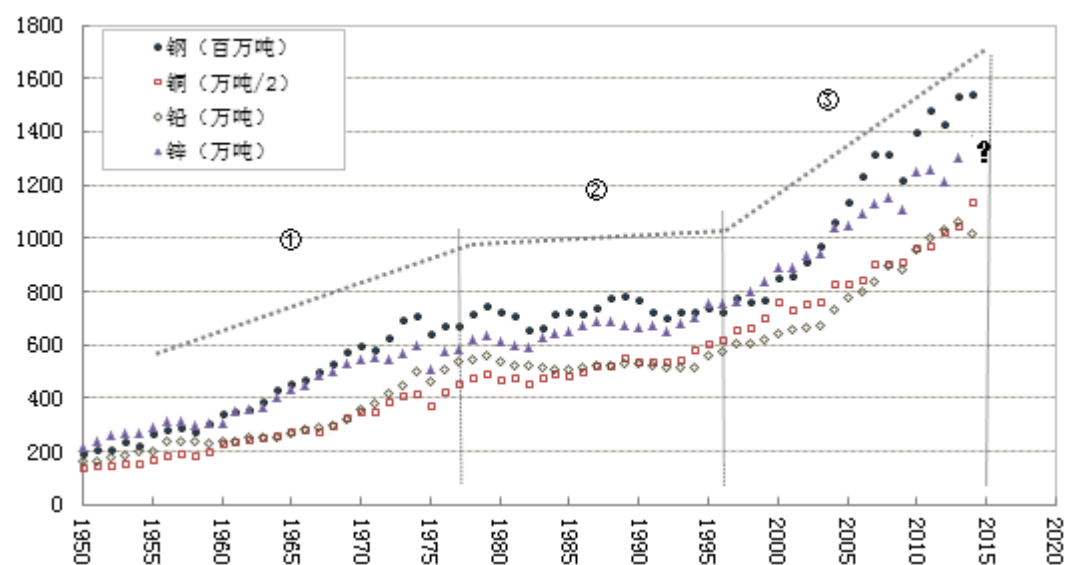
长时间尺度来看，矿产资源的需求具有一定周期性变动规律，深究其周期变动背后的推动因素，主要有两个：经济周期性变动和大国工业化过程的更迭。

2.1 金属需求与经济水平呈“S”形变动规律

2.1.1 金属需求趋势周期性变动规律明显

矿产资源需求与经济发展具有密切的相关关系，但根据全球经济复苏回暖状况并不能简单判定金属需求长周期或者短周期转换的动因。我们以钢、铜、铅、锌消费为例，1950年以来全球消费趋势明显可划分为三个周期：

图 3：长周期各金属品种消费量变动图



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

- 第一个周期（1950—1974 年）消费量快速增长，年均增长率分别为钢 5.8%、铜 4.8%、铅 4.9%和锌 4.5%。
- 第二个周期（1974—1994 年）消费滞胀期，年均增长率仅分别为钢 0.19%、铜 1.8%、铅 0.2%和锌 0.9%。

- 第三个周期（1994-2014 年）消费增长又一次加速，年均增长率分别为钢 3.9%、铜 3.4%、铅 3.5%和锌 3.4%。

市场多将矿产资源消费的周期性变化归结于全球经济增长的周期性变化。然而，上述三个周期中全球经济平均增速（按 PPP，1990 年盖凯美元）分别为 4.8%、3.0%、3.7%，显然与金属消费增长的相关性并不完全一致，尤其是第二个周期中金属消费增长几乎停滞，其中必然存在着经济增长与资源消费的结构变化因素。

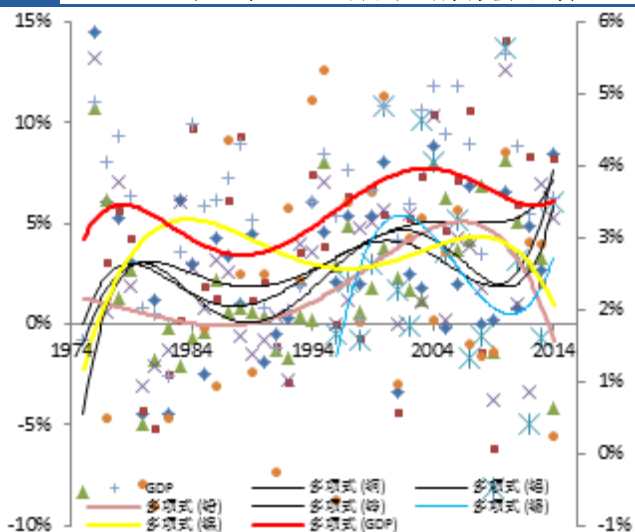
■ 2.1.2 矿产资源需求与经济水平之间呈“S”形变动规律

宏观经济状况是矿产资源消费最直接的宏观背景。

首先，全球经济回暖带动各产业领域缓慢恢复增长，然而由于全球经济格局的变动、经济结构及产业结构的升迁、生产技术水平的变动等等因素的变动都影响了全球矿产资源市场的供需及贸易格局，并不能简单依据经济周期更替来判定金属需求周期。

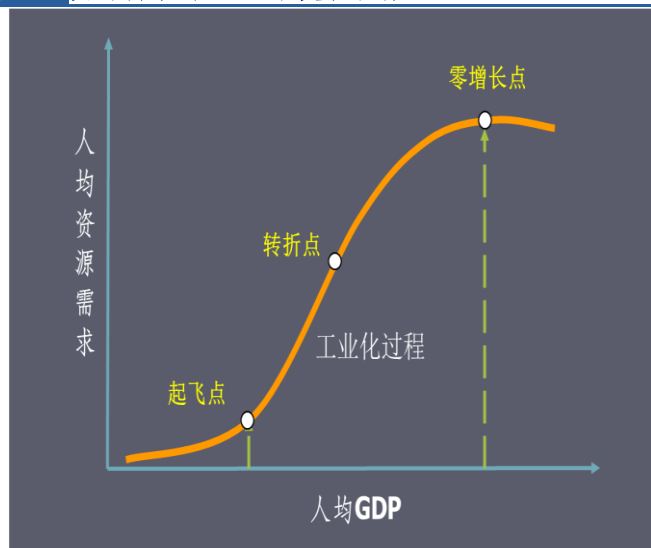
第二，每轮周期中矿产需求变动与经济发展之间并不是无限的线性增长关系，当经济发展到一个较高水平时人均矿产资源消费达到顶点之后不再增长或呈缓慢下降态势。这并不是偶然，而是与不同经济发展阶段各个大国工业化进程密切相关。依照近年来广泛应用的矿产资源消费“S”形理论，在工业化进程中，资源需求具有起飞（加速增长）——拐点（减速增长）——零增长的规律变化，即从经济发展的低级阶段到高级阶段，随着人均 GDP 的增长，人均资源消费均呈现“低缓—加速—顶点—下降”的规律性变化。

图 4: 1974-2014 年全球主要金属矿产消费变动趋势



资料来源：USGS，长城证券研究所

图 5: 资源需求的“S”形变动规律



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

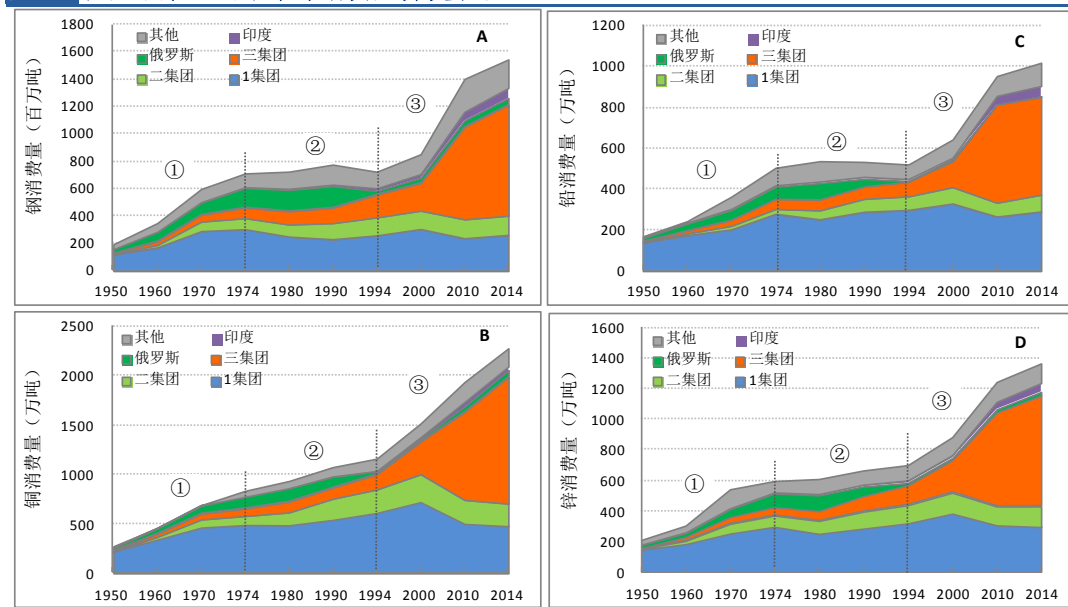
2.2 大国工业化和经济周期共同决定金属需求周期

我们依据矿产资源消费“S”形理论基础，按照经济发展程度，把全球各国划分为四个集团：第一集团由美、英、法、德等 11 个发达国家组成，第二集团由日、韩、中国台湾组成；第三集团由中国、墨西哥等 6 个发展程度相近的新兴工业化国家构成，并把影响全球资源消费较大的俄罗斯、中国和印度单列。以 1950-2014 年钢、铜、铅、锌消费量和 GDP 总量为对象，系统分析三大集团或国家在不同周期对全球增长的贡献度，以及资源需求弹性的变化规律，剖析资源需求周期形成的原因，进而判断未来全球资源需求的变化趋势。

2.2.1 各资源消费周期的驱动力不同

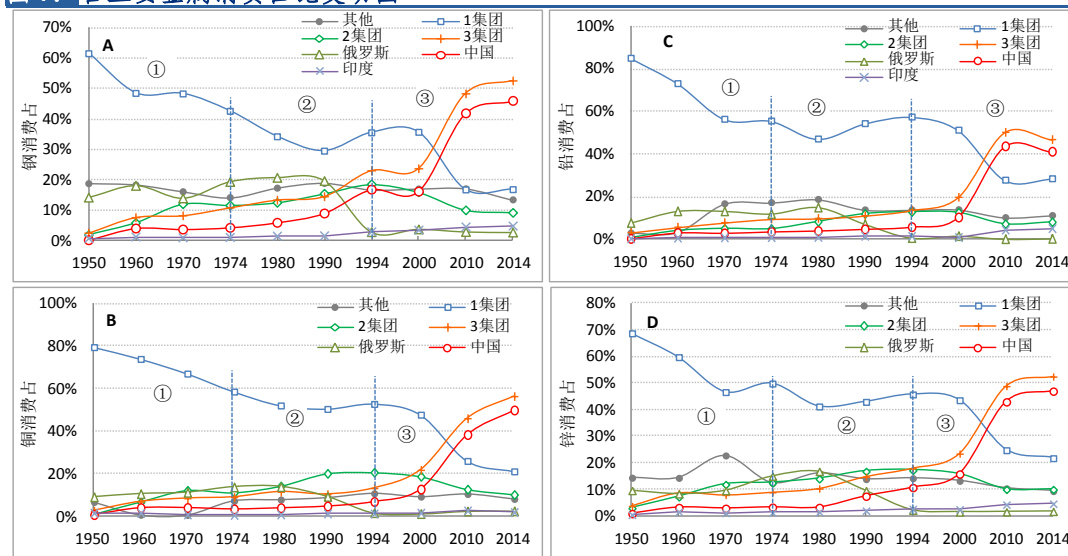
1950 年以来，全球钢、铜、铅、锌消费增长三个周期的主要驱动力按第一集团——俄罗斯和第二集团——第三集团的顺序，发生规律性转变（图 6，图 7，图 8）。

图 6：各国家集团铜铝铅等消费趋势变动图



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

图 7：各主要金属消费占比变动图



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

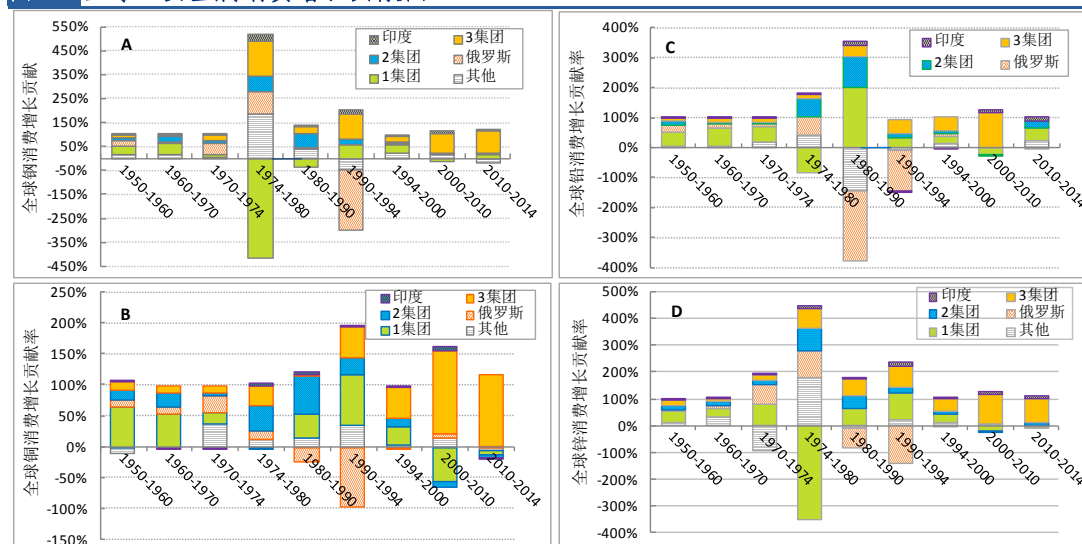
1950—1974 年，全球钢、铜、铅、锌消费年均增长率分别为 5.8%、4.8%、4.9%和 4.5%。各集团资源消费普遍增长，第一集团主导全球增长趋势，对这一时期全球钢、铜、铅、锌消费增长的贡献率分别为 35.6%、48.0%、41.2%和 39.3%，其中 1970 年以前的贡献率更大。尽管第一集团在全球资源消费中的占比持续下降，但直到 1974 年，钢、铜、铅、锌消费量全球占比仍分别高达 42.6%、58.5%、55.6%和 49.8%。

1974—1994 年，全球钢、铜、铅、锌消费滞胀，年均增长率仅分别为 0.19%、1.8%、0.2%和 0.9%，各集团资源消费发生显著分异。其中 1974—1980 年，第一集团钢、铜、铅、锌

消费普遍下降，对全球增长的贡献率分别为-415%、-3.1%、-82.9%和-347.4%，其动因符合“S”形规律，即第一集团集中完成工业化后资源消费越过顶点转入下降通道。同时70年代初发生的石油危机对经济的影响也不可忽视。1980-1994年，受前苏联解体影响，俄罗斯资源消费大幅下滑，从此一蹶不振，其中1990-1994年对全球钢、铜、铅、锌消费增长的贡献率分别为-252%、-95%、-135%和-138%；第一集团资源消费基本平稳，第二、三集团增长加快，并支撑了全球消费量保持基本稳定。1994年第一个集团钢、铜、铅、锌消费全球占比基本保持1980年的水平，俄罗斯占比从最高点15%-20%左右大幅下降到3%-5%的水平，第二、三集团占比持续提高。

1994-2014年，全球钢、铜、铅、锌消费年均增速再一次上升到4%、3.5%、3.5%和3.5%的水平，第三集团，尤其是中国发挥了绝对作用。这一时期，第三集团钢、铜、铅、锌消费全球占比从23.1%、21.7%、13.7%和18.0%上升到52.6%、56.4%、46.9%和52.4%，对全球增长的贡献率分别达78.6%、100%、81%和89%，中国占据其中约90%的贡献。第二集团集中完成工业化，资源消费量及全球占比从2000年代转入下降通道。第一集团钢、铜、铅、锌消费量整体仍保持缓慢下降趋势，全球占比从1994年的35.6%、52.7%、57.5%和45.7%，进一步下降到2014年的16.9%、21%、28.5%和21.8%。

图 8：全球主要金属消费增长贡献图



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

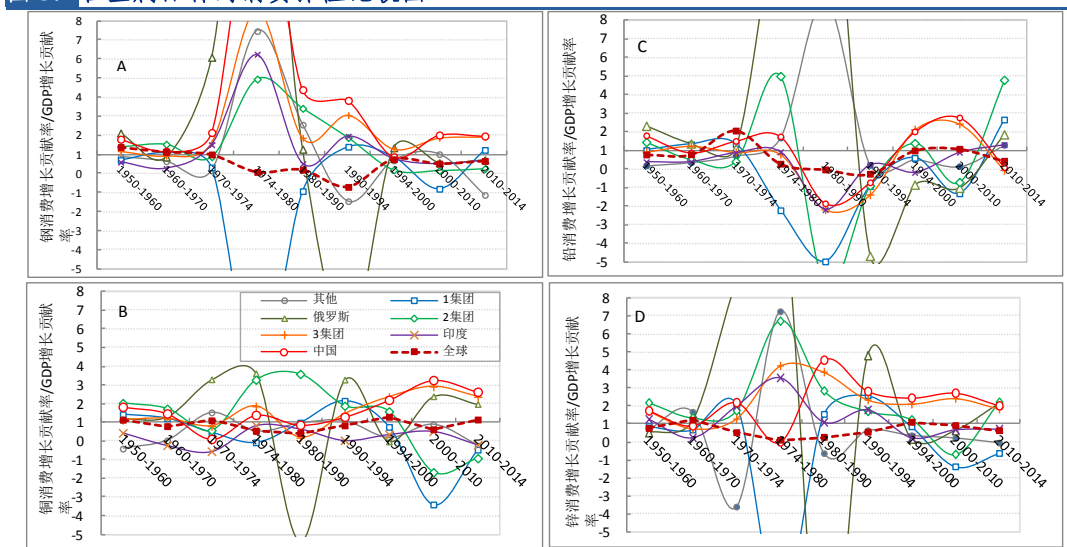
整个历史周期中，印度在全球资源消费增长中的占比较小，但自2000年以后呈现持续增长态势。

2.2.2 资源消费弹性周期性变化

消费弹性是指经济增长对资源消费的依赖程度，或资源消费对经济增长的敏感程度，一般用弹性系数（资源消费增速/GDP增速比值）来表达，弹性系数越大，经济增长对资源消费的依赖程度越高。资源消费弹性系数与经济结构密切相关，一个国家工业化进程中，一般呈现“小一大一小”的规律性变化。二产比例越大，经济结构越重型化，弹性系数越大。全球资源消费弹性变化则与全球整体工业化周期有关。

我们用区间资源消费增长贡献率/GDP增长贡献率比值，来表达不同阶段各集团经济增长对资源消费的依赖程度，同样具有弹性系数的含义。1950年以来，全球资源消费弹性系数明确反映了资源消费三个周期的变换特征，呈现“高一低一高”的变化趋势，目前正在步入新的下降周期。

图 9：各金属品种的消费弹性比较图



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

1950—1974 年，各集团资源消费弹性系数相对平稳于 1 附近，波动不大，与这一时期全球经济和资源消费同步快速增长相一致。

1970—1990 年代，各集团钢、铜、铅锌弹性系数发生剧烈分化：主导全球资源消费的第一集团，弹性系数由正转负大幅下降，与这一时期经济结构向后工业化过渡，经济增长与资源消费脱钩密切相关；第二集团 70 年代进入工业化中期阶段，弹性系数快速上升，并在 80 年代早期达到顶点，之后快速下降；而俄罗斯和中国 60—70 年代弹性系数的大幅上升，与这一时期重化工业的畸形发展有关，后期分别走向不同的转型发展轨道——中国 80 年代改革开放后经济结构迅速调整，弹性系数快速下降，俄罗斯 90 年代“休克疗法”后，经济增长和资源消费双下滑，弹性系数大幅下降并剧烈震动。

1990 年代中期开始，以中国为代表的第三集团步入工业化快车道，对全球经济和资源消费的贡献度显著提升。资源消费弹性系数稳步上升，并在 2010 年前后达到最大值，之后趋于下降。这一时期，第一、二集团弹性系数大多延续负值，表明经济增长依然与资源消费脱钩，但近年有反弹之势。

2.3 全球矿产资源需求低迷态势仍将延续

全球资源消费周期受经济周期和工业化周期双重影响，每一个周期转换都与大国或国家集团的工业化有关。当前，随着主导全球资源消费的中国步入工业化中、后期的转换时期，全球资源消费又一次面临周期转折的十字路口，调整的深度和广度可能超过上世纪 70 年代。

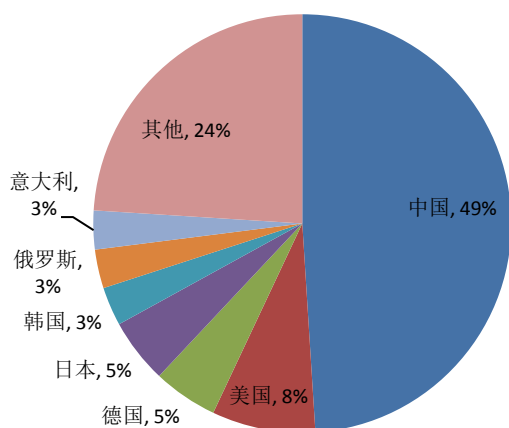
2.3.1 “中国需求”依然主导全球金属市场

首先，中国仍是全球经济新格局下主导者。自 2000 年之后，全球经济格局发生深刻变化，以中国为代表的第三集团超越欧美等第一集团，成为全球经济增长的主要贡献者。因此，中国经济的复苏状况为全球金属消费周期（或上行周期）启动与否的直接宏观背景。近几年中国经济步入慢车道，经济转型进入攻坚阶段，中国经济处于“三期叠加”（经济增长速度换挡回落，经济结构面临调整阵痛，前期刺激政策需要消化退出）新常态，而以 2010—2014 年这五年的经济贡献来看，欧美作用在减弱，而以中国为代表的第三国家集团

对全球经济增长的贡献率仍高达 49%，尤其是中国对全球经济增长的贡献率高达 44%。因此，新经济格局下中国仍是主导，中国经济复苏态势仍是全球金属消费周期的直接宏观背景。

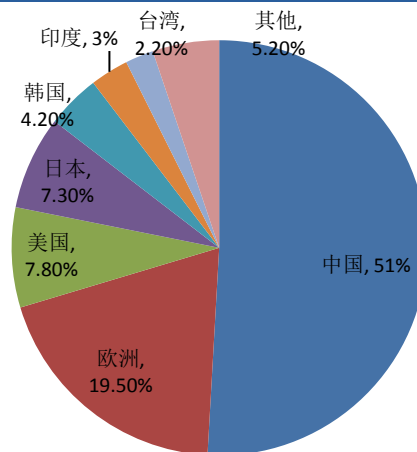
第二，中国需求增速放缓，但仍是全球金属市场的主导者。由图 6、图 7 及图 8 清晰可见，随着中国工业化进程启动，经济进入腾飞阶段，金属消费总量快速增长，中国在全球金属需求市场逐步成为主导者，预计这一趋势短期内难以发生根本性变动。在 2000-2010 年的十年间，全球矿产资源消费增量中大约 65% 的粗钢、60% 的铜、55% 的铝和 42% 的镍都是由中国消费增长拉动的。当前中国以投资拉动经济的增长方式难以为继，中国经济转型不断深入，金属需求也开始大幅放缓，中国金属消费量的年增长率已从 1995-2008 年间的 10.3% 放缓至 2010-2014 年间的 3.2%。但即便如此，中国仍是全球金属需求市场的主导者，由 2014 年全球精炼铜、精炼镍的消费分布中可见，中国需求仍旧占据全球金属需求半壁江山的地位。

图 10: 2014 年全球精炼铜消费结构



资料来源: USGS, 长城证券研究所

图 11: 2014 年全球精炼镍消费结构



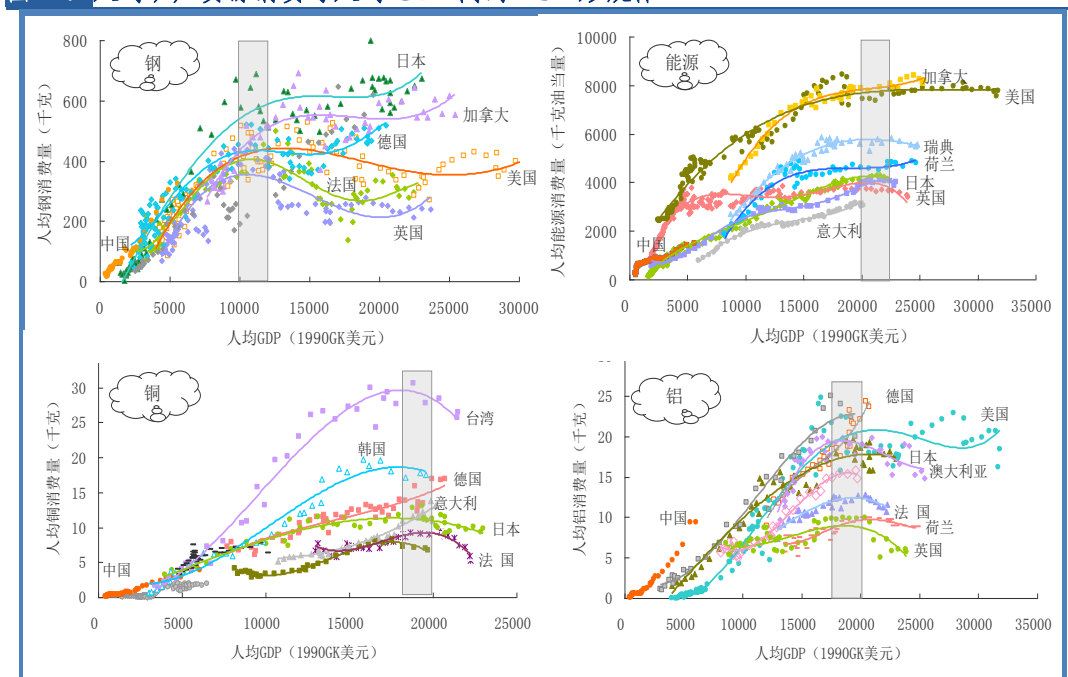
资料来源: USGS, 长城证券研究所

■ 2.3.2 未来 5-10 年中国工业金属需求高峰逐渐到来

按照矿产资源的“S”形消费规律，由美日英法等等西方发达国家的矿产资源消费轨迹来看，在人均 GDP3000 美元左右的经济水平时大部分矿产资源的消费增速开始起飞，在人均 GDP 达到 10000 美元—12000 美元时，大部分国家的人均矿产资源消费总量达到峰值区域，人均消费量的增速也达到拐点，由高增速时代转为低增速时代，直至人均消费量不断下滑。由于不同种类的资源，由于其功能和左右不同，其达到顶点或峰值点的时间不同，如粗钢的消费与一个国家城市化和基础设施完备程度密切相关，其消费峰值（消费增速拐点区）主要集中在人均 GDP10000—12000 美元，而铜和铝的消费国民经济建设中的作用更广泛，其消费峰值区到来的稍晚，主要集中在人均 GDP18000—20000 美元区域。能源由于能源是经济发展的主要驱动力，大部分发达国家能源消费峰值区集中在人均 GDP20000—22000 美元左右。

由中国当前主要矿产资源的人均消费情况来看，粗钢消费基本已达到峰值区，需求增速达到拐点，能源远未达到峰值区。但与经济密切相关的基本金属消费也陆续增长至峰值区域，预计未来 5-10 年中国以铜、铝为代表的基本工业金属均将逐次达到消费峰值区域，金属需求增速即将达到零拐点处。因此中国工业金属需求增速持续低增速时代，全球金属市场也将徘徊在滞涨期，由之带来的全球金属市场供应产能过剩、库存高企等问题也将有待市场缓慢调整。

图 12: 人均矿产资源消费与人均 GDP 间的“S”形规律



资料来源: 中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心

2.2.2 印度金属消费量大增，但尚未接棒金属消费大国地位。

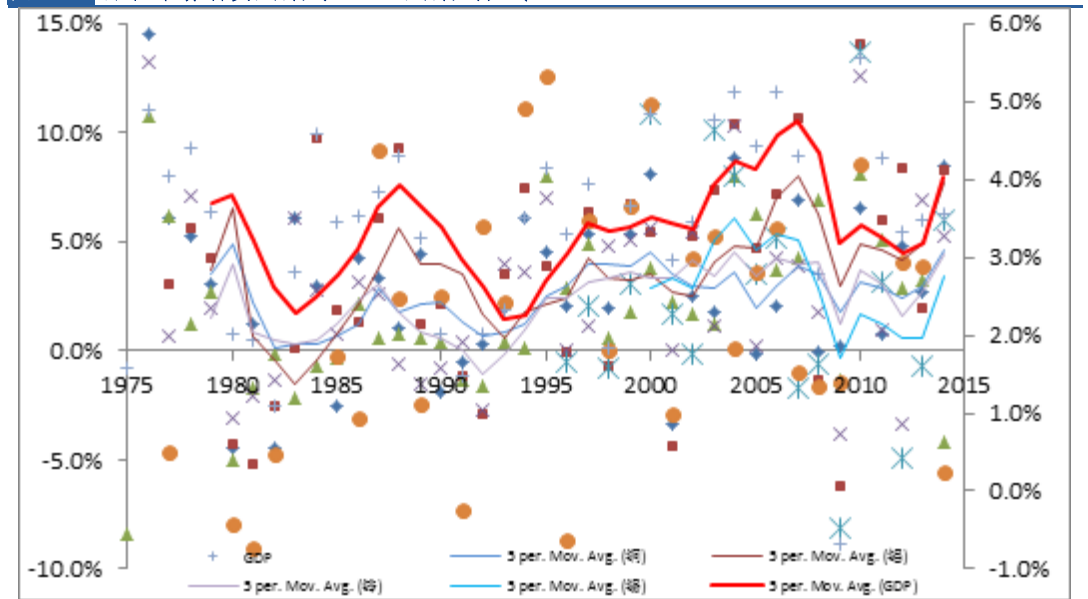
印度将是下一个工业化大国，经济发展虽已步入快速增长轨道，但由于其特殊的国情和较低的资源消费份额，短期内对全球资源消费增长贡献不大。IMF 对印度经济成长较为乐观，预计 2016 年经济增长 7.5%，2015 年经济实现增长 7.3%。虽然印度煤炭消费和进口均预期加速，但由于该国经济产业结构的因素，其经济增长并不是金属价格的实质推动力。过去 20 年，印度金属消费量几乎翻倍，但其全球份额仅从 1.9% 升至 3.4%。2010-2014 年金属需求增量贡献中，印度占比 11%，远远低于中国 47% 的份额，印度需求尚未成为立刻接棒中国成为全球金属消费增量的主要拉动力量，而弥补全球金属消费趋缓带来的空档期仍需时间。

2.4 不同商品周期下各品种消费弹性表现不同

长周期尺度看，各基本金属品种消费变动相对于经济发展水平的弹性一般较为类似，即品种间同质性较为突出，然而由于资源禀赋、消费结构、供需关系、市场配置的全球化程度等等，各品种在不同周期下消费特征也存在明显差异特征。我们以全球各个基本金属品种的消费增速与 GDP 增速的关系综合探讨品种差异。

首先，长周期尺度来看，铜锌铝锡等几个品种间虽存在消费弹性大小的差异，但基本同步与经济周期变动。而镍是弹性最大的一个品种，并且铅和镍两个品种与经济周期变动存在明显的时间错位。

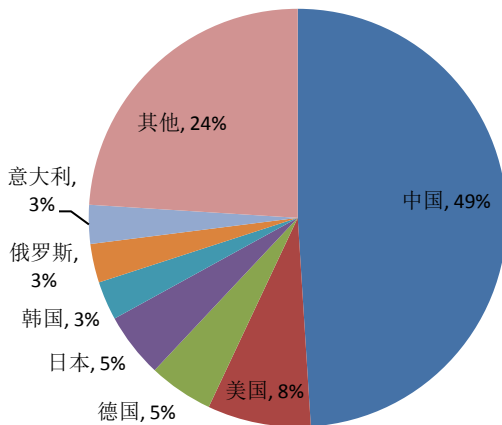
图 13: 铜铝锌锡消费周期与 GDP 周期的关系



资料来源: USGS, 长城证券研究所

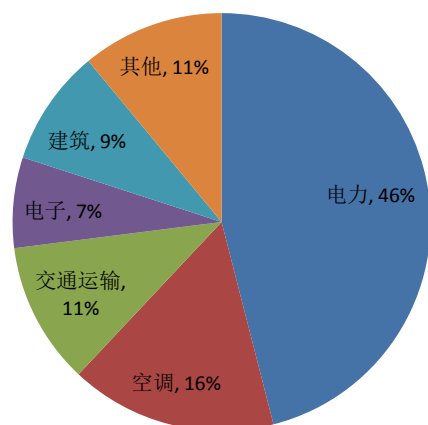
第二，铜消费相对经济周期变动的敏感度发生了改变。相对于经济周期的变动，铜的消费敏感度在 2000 年前后发生明显转变：在 2000 年之前铜消费变动早于全球经济周期，而 2000 年之后铜消费变动基本同步经济周期，我们认为这与中国工业化启动并成为全球最大铜消费国家，同时中国铜消费结构（以电力领域用铜为主）与欧美等发达国家（铜消费以建筑等领域为主）明显不同等等因素有密切关系。

图 14: 2014 年全球精炼铜消费分布



资料来源: CRU, USGS, 长城证券研究所

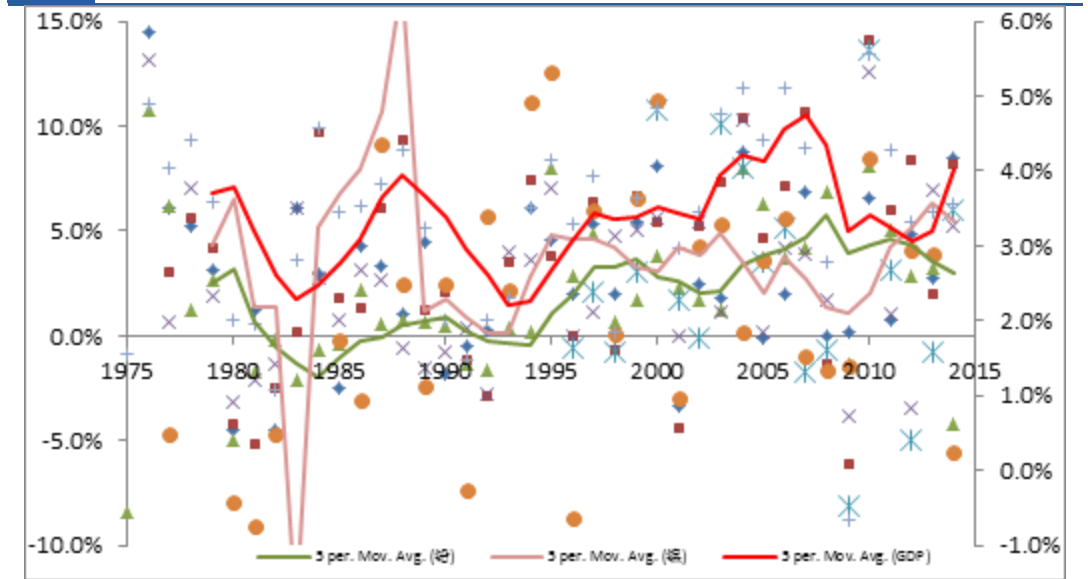
图 15: 2014 年中国精炼铜消费结构



资料来源: CRU, USGS, 长城证券研究所

第三，铅的消费周期滞后于全球经济周期变动。无论在经济由牛转熊，还是由熊转牛，铅的消费均存在一定滞后，这在一定程度上可以说明：与其他工业金属相比，铅的基本面受经济状况的影响要小很多。我们认为这主要归因于铅的资源特性及其消费结构。铅资源多于锌伴生，且铅需求结构较单一，全球约 70% 的铅均应用于制作铅酸电池，而铅酸电池本身的特性决定了其即使新增需求减弱，其替代需求也保持刚性。铅消费弹性滞后的品种特征决定了其在商品市场由牛转熊过程中，可能是较好的投资品种。

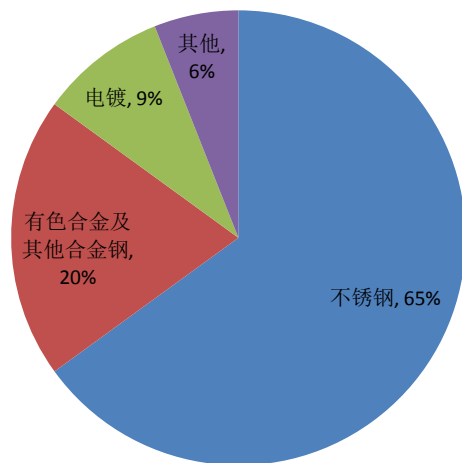
图 16: 镍和铅消费周期与 GDP 周期的关系



资料来源: USGS, 长城证券研究所

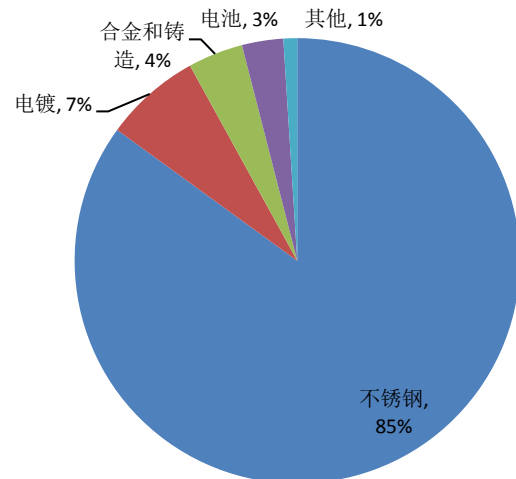
第四，镍是弹性最足的品种。首先，镍消费弹性十分足。相对于其他品种，镍消费弹性相对于其他品种均变动极其明显，在每一经济周期当中，尤其是经济周期转换时点的“波谷和波峰处”，镍的消费弹性波动极为突出（镍消费增速在每处拐点的波动均异常明显）；其次，镍消费相对经济发展变动的敏感性十足。20 世纪 70 年末至 90 年之前，全球矿业滞涨期，跟钢铁有关的品种消费增速快速下滑，基本与经济发展脱钩，镍消费基本同步或略早与经济变动；而 1995 年之后至 21 世纪初，镍消费周期明显早于经济周期变动，即成为突出的早周期品种；2010 年之后消费敏感度有呈现略晚于经济周期变动的迹象。

图 17: 2014 年全球精炼镍消费结构



资料来源: USGS, 长城证券研究所

图 18: 2014 年中国精炼镍消费结构



资料来源: USGS, 长城证券研究所

综合全球金属消费周期规律特征，我们认为：

- 1、全球经济复苏进程对推动下一轮金属需求周期有重要作用，然而经济增长并不会简单推动金属需求的复苏及持续增长，这主要是由大国工业化和全球经济周期共同决定资源需求周期这一规律所决定的。

- 2、目前中国因素仍是全球金属市场的主要动力。一方面，中国仍是全球金属市场主力，中国金属需求持续放缓导致全球金属需求低迷状态；另一方面，由于下一轮工业化国家尚不明朗，“中国因素”尚未出现接棒者。第三，目前中国处于工业化中后期，预计未来 5-10 年各金属矿产需求高峰逐步到来前，金属需求将处于高增速向低增速转变过程中。因此，全球矿产资源需求的低迷状态还将进一步深化，本轮需求周期筑底完成尚需时日。
- 3、按照长周期中金属品种的消费弹性大小，各品种排序依次为：镍、铜、铅、锡、锌、铝。
- 4、相对经济周期变动，镍消费周期的敏感度最大，而铅消费最不敏感，也就是说，镍是典型的早周期品种，而铅消费明显滞后经济周期。其他品种中，铝、锌、锡的消费周期也基本同步经济周期，铜在本轮工业化过程中由早周期品种转变成基本同步经济周期的品种。

3. 长周期价格筑底仍未完成

工业金属价格主要有现货价格和期货价格，这两种价格的变动主要是由供需关系、经济环境、生产成本、进出口政策、汇率变动、金融市场等因素综合作用。其中，经济发展状况、供需关系和生产成本为金属价格的基本因素，也是长期因素，而进出口、汇率因素、金融市场波动等均是影响价格的短期因素，对价格变化具有推波助澜的作用，虽然无法决定价格的长期趋势，却可在短期内导致金属促使严重偏离合理价位。

3.1 长周期价格表现与需求周期高度一致

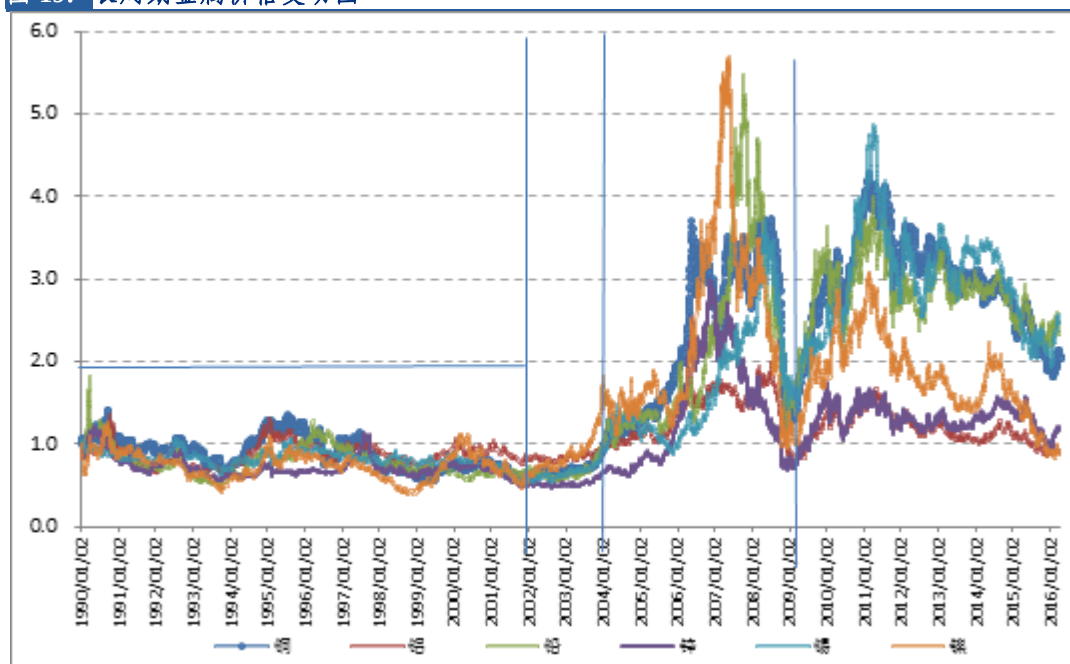
全球性经济格局、产业格局和市场体系的阶段性调整必然反映到资源价格的周期性调整。

我们以 1990 年以来的六种基本金属价格变动特征来看，金属价格的长期变动规律基本同步需求周期，而流动性主导的金属价格行情近年来也间断呈现，货币超发等短期因素反过来又对供需关系的再平衡及调整产生影响，进而影响价格变动。

第一阶段（1980-2000 年）的 20 年间是金属价格变动相对平稳的时期。从供需格局来看，西方发达国家向后工业化过渡，资源需求趋稳，而发展中国家工业化尚未到来，全球资源整体上处于供大于求的状态，而此期间兴起的期货市场为代表的矿产品价格机制的不断完善，使矿产品价格和市场体系处于相对成熟状态。

第二阶段（2000 年—2007 年）中国工业化开启至金融危机爆发前夜，为大宗商品的超级牛市，也是第一个价格牛市周期。此阶段全球矿产资源的供需格局和价格体系均发生了深刻变化。以中国为代表的新兴工业化国家快速发展带动矿产资源需求，铁矿石、铜、镍、原油等资源品种在发展中国家需求巨大，但其供应却集中在少数发达国家和集团手中，全球性的供需矛盾推动金属价格快速上涨，由此金属领域吸引了市场极大的投资兴趣，而金属期货成为投资者最好的投资标的。随着价格的不断上涨，投资者信心不断增强，在 2008 年金融危机爆发前夜，金属价格到达峰值时，投资者的信心也达到了前所未有的高度。

图 19: 长周期金属价格变动图



资料来源: WIND, 长城证券研究所

第三阶段（2007 年-2012 年）由金融危机引发全球矿产品价格市场的巨震。2007 年后由次贷危机引发的全球性的金融危机全面爆发，引发了资金迅速撤离、虚拟经济的巨大泡沫破裂、股市快速下跌、投资者信心骤然丧失、金属价格也迅速下滑回归理性的连锁反应，积聚起来的巨大泡沫不断被挤出。而 2009-2012 年期间，以美国为代表的各个国家释放大流动性以对冲不断下行的经济压力，全球流动性宽松背景下，货币超发导致投机需求激增，而作为弹性十足的风险资产，各金属品种的金融属性得到大幅提升，金属价格走势脱离供需基本面，金属价格市场重又积聚巨大泡沫。

第四阶段（2012 年至今），全球经济下行压力加大，以美国为首的货币超发国家重又收紧流动性，同时，全球性经济下行压力大增，各金属商品市场重归基本面，开启漫长的“跌跌不休”商品熊市，需求增速减慢、供需错配至产能过剩问题突出。

3.2 流动性收紧，小周期支撑因素动能不足

按照需求周期来看，全球矿产资源市场受金融危机的影响，2009-2012 年需求增速均由高速增长向低增长转变，但金属价格表现却步入强烈的上涨阶段，铜、镍等金属价格甚至超越 2006-2007 年金属价格牛市的高点。这主要归因于价格短期影响因素——流动性因素主导。2008 年美国先后实施了四轮 QE 计划，而 2009 年初第二大经济体——中国也启动 4 万亿投资计划，向经济市场持续投放流动性，短时期内全球性流动性背景十分宽松，而金属商品也开启了新一轮价格牛市，并具备如下特征：

- 初始阶段，风险资产价格变动均强烈迅猛，各金属品种的金融属性集体凸显；
- 中期阶段，市场投资偏好不断增强，叠加商品属性的工业金属涨幅显著优于贵金属；
- 第三阶段，高 Beta 金属资产的市场青睐度有所降低，流动性推升价格的效果边际递减，而贵金属价格却仍然坚挺。

图 20: 大宗资产小周期价格变动图

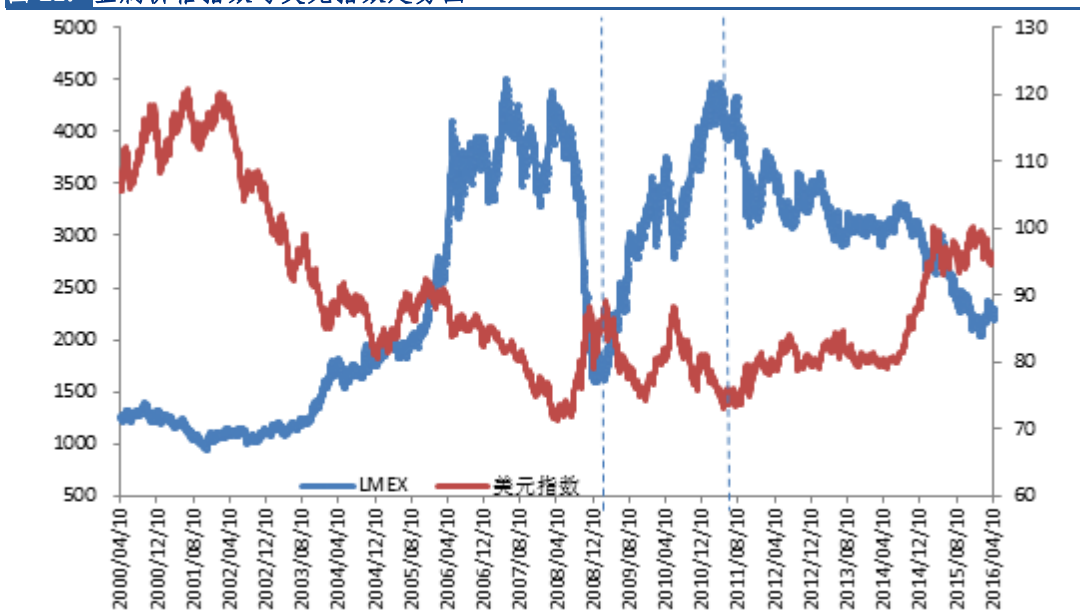


资料来源: WIND, 长城证券研究所

深究其背后的主要驱动因素及流动性催生的价格牛市后势，我们认为：

首先，从全球矿业市场格局来看，在英美日法等国家的工业化阶段，矿产资源供需的全球化配置并不显著，各国均主要依靠自己的资源，市场相对封闭，并受本国或区域经济影响明显。而自 20 世纪后期，资源的全球化配置快速发展，垄断特征不断加剧，各种全球性期货现货市场不断兴起，并大力影响着世界资源价格。进入 21 世纪，新兴国家，尤其是中国成为世界资源需求增长的主要力量，而西方国家借助其强大的跨国公司垄断资源、借助其市场规则左右价格，借新兴实体经济的快速发展不断推升资源商品价格泡沫。因此，在全球性资源配置的背景下，以美国为代表的经济体释放大量流动性，再叠加期货市场的投机力量，短周期的价格牛市强度甚至超过了 2006-2007 年的商品需求牛市价格高点。

图 21: 金属价格指数与美元指数走势图



资料来源: WIND, 长城证券研究所

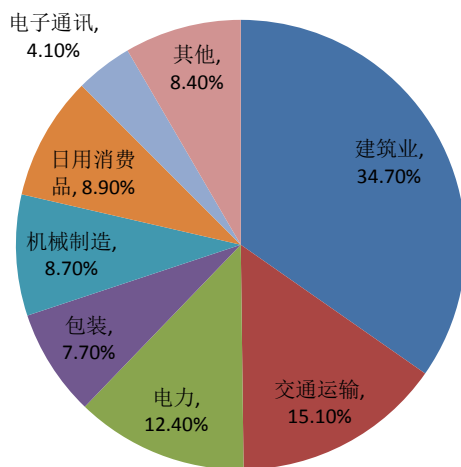
第二，在全球金融危机冲击下，各国经济关联度显著上升。同时，全球经济复苏进程不稳定与不平衡特征突出，国际金融市场的剧烈动荡已成常态化。在 2014 年 12 月，第一大经济体——美国宣布退出 QE 计划，持续了六年的美国量化宽松政策正式落下帷幕，随着“后 QE 时代”的到来，全球进入了“强势美元”和货币流动性的新周期。新兴市场经济体出现新一轮国际资本外流，加大新兴市场货币贬值压力和宏观经济调控压力。由于全球大宗商品主要以美元进行定价和交易，美元汇率走高导致大宗商品价格出现回落。

3.3 价格熊市中凸显品种弹性差异

价格长周期的变动基本同步需求周期，在每轮价格牛市中，各品种价格变动的同质性特征十分突出，品种间的价格弹性差异被弱化；但在价格熊市，品种差异及分化特征却十分明显，并且价格弹性差异也与需求周期表现中的弹性差异完美吻合。我们认为，这主要是由于在价格单边回落的“价格熊市”中，商品的金融属性逐步让位于其工业属性，即供需关系特征对价格的影响更明显。

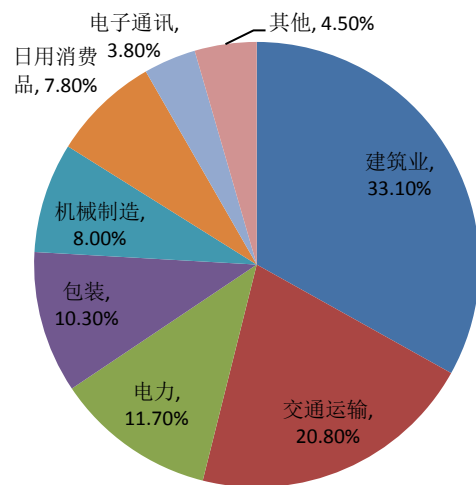
铝是价格弹性最弱的一个品种，由于其相对较差的供需基本面，铝一直都是期货市场上最不受欢迎的品种，我们认为这是由其资源禀赋、供需关系特征等特点共同决定的。

图 22: 2007 年中国铝消费分布



资料来源: USGS, 有色工业协会, 长城证券研究所

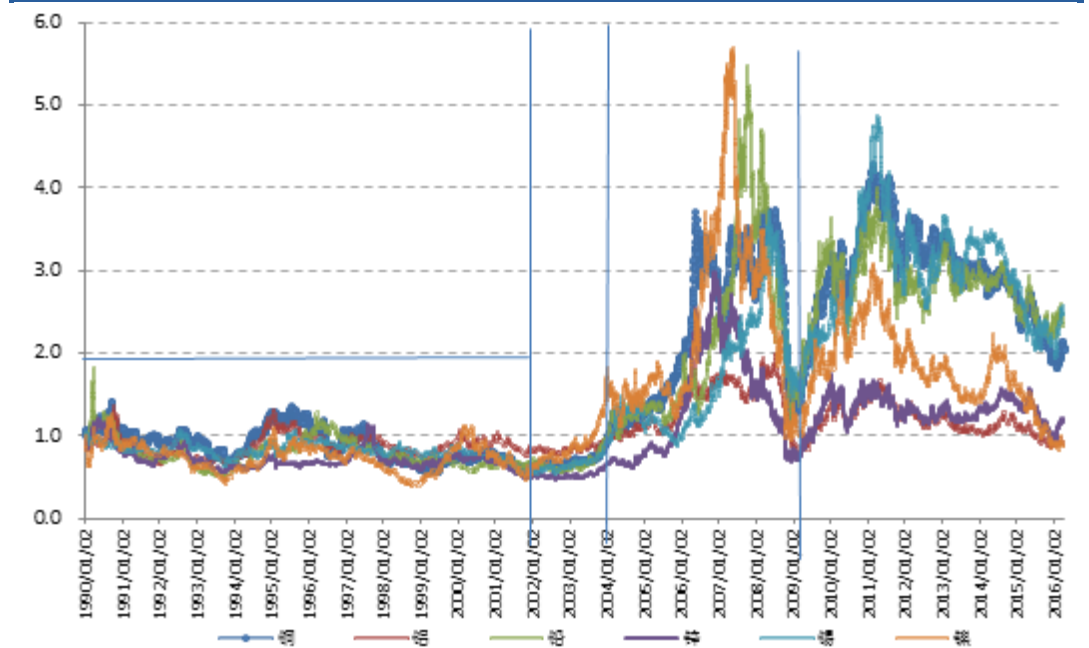
图 23: 2014 年中国铝消费结构



资料来源: USGS, 长城证券研究所

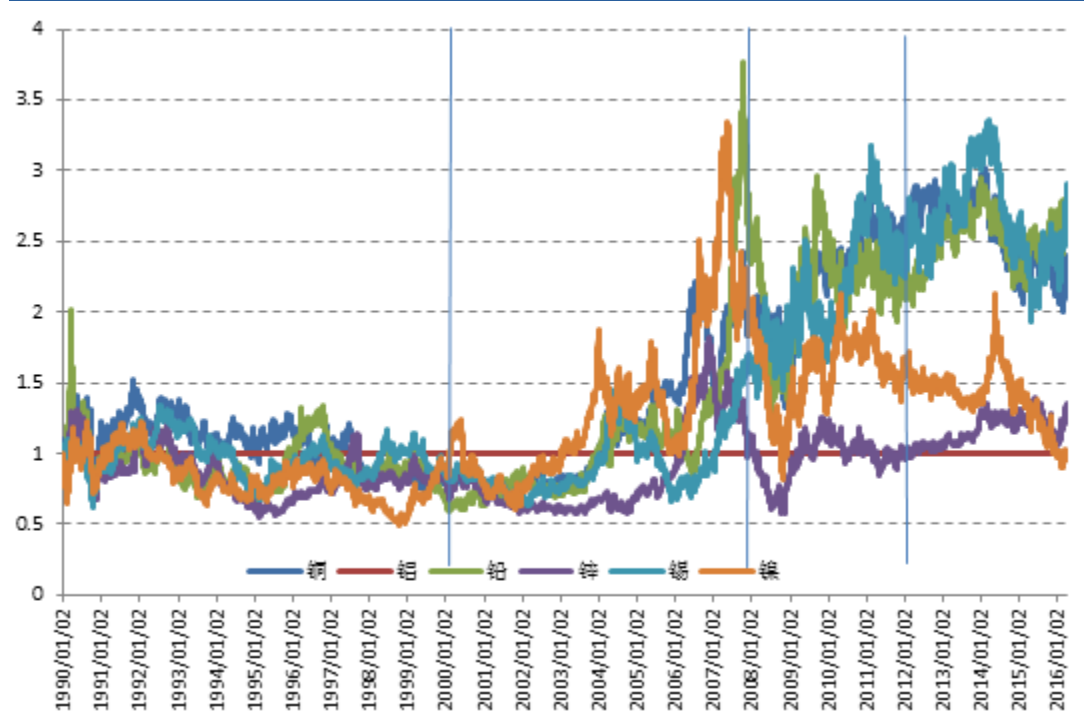
首先，全球铝资源相对丰富，2014 年世界铝土矿储量 280 亿吨，开采量 2.58 亿吨，储采比 109 年，是资源保障程度最好的大宗有色金属矿产。第二，全球铝生产集中度也相对不集中，其中开采铝土矿的国家有 30 多个，亚洲、澳洲、南美占全球铝土矿产量 89%，且氧化铝和原铝生产重心已逐步转向亚洲，其中中国原铝生产占比 53%，这在中国工业化过程中极大程度的满足了快速增长的需求；第三，需求方面，铝的消费与国民经济相关系数极高，其消费领域相对分散，此外，近年来铝应用的广度和深度还在不断拓展，以铝代钢、以铝节木等有较大潜力。以上这些特征共同决定了铝的金融属性最弱，因此，我们以铝价作为基准来衡量其余品种的价格变动情况。

图 24: 长周期金属价格指数变动



资料来源: WIND, 长城证券研究所, 注: 以 1990 年 1 月 1 日价格为基准

图 25: 以铝价为基准衡量的各金属价格变动



资料来源: WIND, 长城证券研究所, 注: 以 1990 年 1 月 1 日铝价为基准

- 21 世纪之前, 各金属价格变动相对不明显, 各品种价格同质性突出, 且表现基本同步与低迷的需求周期。
- 2000 年后中国等新兴国家工业化启动, 与城市化和基础设施建设相关的钢及其相关品种需求弹性大增, 对供需关系变动最敏感的镍价格弹性表现十分突出, 其次为铅, 再次为铜和锡, 锌再次, 铝弹性最弱;

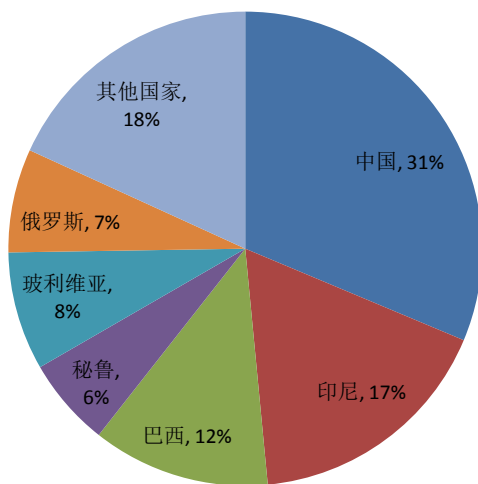
- 2008 年金融危机后商品价格大幅下跌，按照触底顺序，各品种排序依次为：锌、镍、铝、其次为铅、铜、锡；
- 金融危机后全球释放流动性催生一轮价格小牛市，其中，锡弹性最足，其次为铜，再次为铅，镍随后，锌和铝仍是弹性不足的两个品种；
- 2012 年之后的各品种价格下行过程中，逐步分化成两个明显的梯队：弹性较足的为锡铅铜、镍铝锌。这基本与 2008 年后的价格熊市中各品种触底顺序一致，即锌镍铝相对是最早触底的品种。

整体来看，在价格牛市，铅锡镍弹性均较足，其次为铜，而锌和铝的价格弹性相对较弱；在价格熊市中，梯队分化特征十分明显，其中锌铝镍是相对较早触底的品种。

（1）镍价格对供需关系最为敏感，其在各个周期中的价格表现均弹性十足。其根源在镍的供应刚性和需求领域高度集中（约 80% 的镍用于钢铁行业）。全球镍市场供需分离特点十分突出，中国是最大镍需求国，而近 80% 的镍需求均需依赖进口。随着中国以投资主导的经济模式开始转变，与建筑、钢铁等相关的金属品种供需关系发生巨变，全球镍市场供需关系的转变直接导致镍价格的波动。

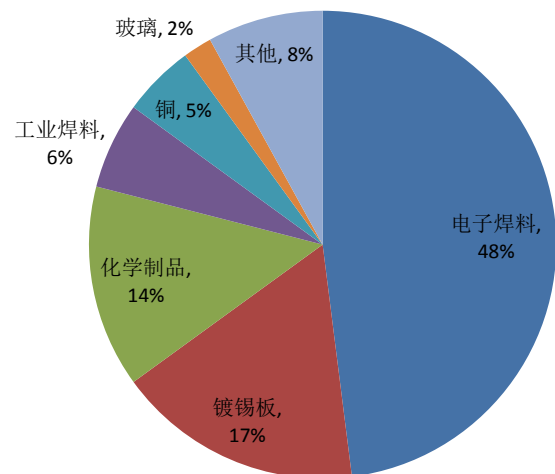
（2）锡价对供需关系也较为敏感，尤其对供应变动更敏感。锡与铝类似，需求主要分布于电子焊料、镀锡板等等消费领域，但其供应特点与铝不同，在中国由最大的产锡国转变为进口国、第二大锡供应国—印尼也在不断收紧锡的出口之后，全球锡供应市场呈现相对紧缺状态，供应事件的变化导致锡价格弹性十分突出。全球锡贸易出现大幅紧缺状态，在期货市场的作用下，锡价格表现弹性十足。

图 26: 2014 年全球锡消费分布图



资料来源: USGS, 长城证券研究所

图 27: 2014 年全球锡消费结构图



资料来源: USGS, 长城证券研究所

（4）铅价格同样对供需关系较为敏感，并且铅价弹性变动与其需求弹性的变动基本同步。一方面铅大部分应用于铅酸电池中，由于铅酸电池的新增需求及替代需求特性，铅需求具备一定刚性特征。另一方面，约 90% 的铅锌资源是伴生的，全球锌供应转为短缺势必影响到铅的供应，供需关系的变动直接导致铅价格大幅波动。

图 28: 铅锌价格对比图



资料来源: WIND, 长城证券研究所

综上所述，价格表现与供需关系之间密切相关。进一步结合消费周期规律及品种差异特征，我们认为各品种的供需平衡关系才是价格弹性差异产生的根本原因，这也再次完美印证价格长周期表现与消费周期基本同步。在趋势上行周期中，价格弹性最足的依次是铅、锡、镍、铜，这同时也基本是各品种供需不平衡程度大小的排序；而在价格下行周期中，铝、锌两个品种相对较早完成价格触底，这主要是由于两个品种最早进入供需关系再平衡阶段，也较早达到供需再平衡状态。

表 2: 各品种消费规律和价格表现的差异性对比

	相对经济周期的消费敏感度	价格熊市中的相对表现	经济上行时价格走势判断	消费敏感度与价格走势判断的一致性
镍	早周期	早触底	较早反弹	一致
铅	滞后	晚触底	反弹相对滞后	一致
铝	同步	早触底	较早反弹	一致
锌	同步	早触底	较早反弹	一致
锡	同步	晚触底	反弹相对滞后	不一致
铜	同步	晚触底	反弹相对滞后	不一致

资料来源: 长城证券研究所

因此，按照现阶段价格表现梯队分化的特征，铝锌镍最早触底，铜锡铅相对滞后。如果经济上行，最早完成价格触底以及需求周期最敏感、消费弹性最足的镍是首选，其次是铝和锌。而另外三个（铜锡铅）品种的因素较为复杂，其供需平衡和金融因素仍在共同影响着价格变动，价格表现中“去金融属性化”或尚未完成（表 2）。

总结长周期及小周期价格规律、各品种价格表现的差异特征，再进一步结合消费规律及品种表现差异，我们认为：

1) **价格长周期变化基本同步需求周期。**在全球金属需求低迷状态仍将进一步深化的判断下，价格趋势上行也缺乏支撑，长周期价格筑底仍未完成。

- 2) 长周期价格下行筑底过程往往不是单边下行走势,由短期因素催生的小周期价格反弹行情仍会不断出现,但长周期价格筑底仍未完成。
- 3) 在价格牛市,铅、锡、镍、铜四个品种的弹性较足,说明其供需不平衡及金融属性因素的影响较大;而锌和铝的价格弹性较弱,说明其供需因素和金融属性因素影响较小。在当前价格熊市中,品种梯队分化特征明显,其中铝、锌、镍最早触底,而铅、锡、铜三个品种相对滞后。这主要是由于在长周期价格下行中,铝和锌的供需再平衡最早完成,也是最先触底的品种,因此最具反弹潜力;而铅、锡、铜三个品种的再平衡过程相对滞后,且金融属性因素较为复杂,可适当重点关注。

4. 投资建议

综合消费周期和价格周期规律,我们认为:

- 1、金属行业周期性运行特点突出,但需求因素才是判断周期变动的关键因素。
- 2、目前中国因素仍是全球金属市场的主要动力。一方面,中国仍是全球金属市场主力,中国金属需求持续放缓导致全球金属需求低迷状态;另一方面,由于下一轮工业化国家尚不明朗,“中国因素”尚未出现接棒者。第三,目前中国处于工业化中后期,预计未来 5-10 年各金属矿产需求高峰逐步到来,在这之前,金属需求将处于高增速向低增速转变过程中。因此,全球矿产资源需求的低迷状态还将进一步深化,完成需求长周期筑底过程尚需时日。
- 3、按照长周期消费弹性大小,各品种排序依次为:镍、铜、铅、锡、锌、铝。相对经济周期变动,镍的消费敏感度最大,而铅消费最不敏感,也就是说,镍是典型的早周期品种,而铅消费明显滞后经济周期。其他品种的消费周期基本同步经济周期。因此,经济上行周期,早周期的镍是投资首选。
- 4、价格长周期变化基本同步需求周期,按照“全球金属需求低迷状态仍将进一步深化”的整体判断来看,价格趋势上行缺乏支撑,长周期价格筑底仍未完成。但在长周期震荡筑底过程中,仍会不断出现由短期因素催生的小周期价格反弹行情。在趋势上行周期中,镍、铅、铜、锡的价格弹性最足,这大致与各品种供需不平衡程度的大小相吻合;而在价格下行周期中,铝、锌、镍三个品种相对较早地完成价格触底,其中铝和锌两个品种也是最早进入供需再平衡阶段,也将较早达到供需平衡的状态。
- 5、在品种配置方面,经济上行时,最早完成价格触底以及需求最敏感、弹性最足的镍将是配置首选,其次是铝和锌。由于铜、锡、铅三个品种的价格影响因素较为复杂,其供需平衡因素和金融属性因素仍在共同影响着价格变动,如果全球金融环境发生明显变动时,也可重点关注其阶段性机会。

5. 风险提示

全球性经济复苏进程不确定性，各金属价格大幅波动的风险。

注：本篇报告为我们行业深度报告的第一篇，主要根据长周期需求规律及价格规律，并依据行业内部运行规律，相对准确界定行业运行阶段，寻找大宗商品的大类品种配置方向。而我们随后即将推出的行业深度报告中，我们将根据本篇的配置思路及方向进一步详细挖掘配置标的。

研究员介绍及承诺

耿 诺：中国地质科学院矿产学硕士，2008 年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>